

DISCUSSION PAPER SERIES

金融システムの再構築にむけて

翁 邦雄

Discussion Paper 96-J-9

IMES

日本銀行金融研究所

〒100-91 東京中央郵便局私書箱 203号

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

IMES Discussion Paper 96-J-9
1996年8月

金融システムの再構築にむけて

翁 邦雄*

要旨

不良債権問題が関心を集めている陰で、情報・通信技術の飛躍的発展を背景に、金融業はより本質的な変化を経験している。本稿では、金融システムの環境変化と、そのもとでの効率性と安定性確保の問題について述べる。まず、新しい金融技術により伝統的な制度的区分は急速に意味を失いつつあり、その使用の制約は金融システムの効率性は著しく阻害することを、オプション、スワップ取引との関連で説明する。次に、金融技術革新のもとで、金融システムの安定性を規制的手段で実現することが困難である所以について述べ、他方、「技術的鎖国」は先端産業の競争力を殺ぐだけにコストが大きすぎることから、一つの有力な考え方として金融仲介機関が自らのリスク管理能力について情報開示を行うことによる市場規律の活用を提言しているBISのユーロカレンシー・スタンディング委員会のフィッシャー・レポートについて説明する。市場規律を金融システムの安定性の拠り所とした場合、公的当局に求められるのは市場規律という見えざる手が働くようにすることである。そうした観点から、会計基準、検査分類、税制等の規定をディスクロージャーがやりやすくなるようにすることが重要であること、金融システムの安定性を確保するためには、一定のルールが必要であり、そのルールは単に透明であるだけでなく、イノベーションを阻害せず、マーケット・メカニズムを歪めないものでなければならないことを次に主張する。なお、利益相反も解決の難しい問題であるが、利益相反策も市場規律による評価に頼らざるを得ないと考えを示す。この間、中央銀行は、金融システムの綻びが広がるのを防ぎつつ、通貨価値の安定を維持する必要がある。しかし、二つの目標は、通常、一方の目標の実現が他方の目標実現のための前提条件になっているという補完的関係にあり、両者を対立的なものとして捉えるのはミスリーディングであることを述べる。

キーワード：金融技術革新、金融システムの安定性、市場規律、フィッシャー・レポート、
ディスクロージャー、利益相反、規制の透明性、中央銀行の目標

JEL CLASSIFICATION: E42, E58

*日本銀行金融研究所研究第1課長

本稿は、5月26日に行われた金融学会・春季大会における共通論題「金融システムの再構築」における報告概要である。意見にわたる部分はいずれも報告者の個人的見解である。

1 はじめに

今回、金融学会から与えられた論題は金融システムの再構築である。数年前までは、金融システムの問題はもっぱら制度改革論議であった。そして、制度改革は、各業態の利害を念頭に置きつつ、徐々に進められてきた。ところが、この間に、金融システムを巡る環境は劇的な変化を経験した。その一つの要素が、いわゆる「バブル経済」の崩壊に伴う不良債権問題の発生であることは言うまでもあるまい。

しかし、不良債権問題が国民的関心を集めている陰で、情報・通信技術の飛躍的発展を背景に、金融業はより重要な本質的变化を経験しようとしているようみえる。こうした状況変化を念頭において、業界問題としての制度見直し論議を振り返ると、それが貴重な時間を空費したものであったことにあらためて気付かされる。

この点について、報告者の日本銀行金融研究所における同僚である岩村充・研究第2課長は、トフラーの比喩を巧みに引用し、

「はっきりしていることは、情報処理技術の発達に伴って金融サービスの姿が大きく変わっていくなかで、旧来の業界概念にこだわって、他の業界に開放すべき業務はなにで、開放すべきでない業務はなにかといった議論を繰り返すことは、ますます意味をなくしていくだろうということである。業界の意味が変わってしまうような大きな変化のなかで、旧来の概念にこだわった議論を繰り返すことは、沈みゆくタイタニック号の甲板でデッキチェアの取り合いをしているようなものである」、

と述べている¹。

確かに、いま、金融システムの将来像について問われているのは、例えば、銀行系証券子会社の業務範囲をどこまで認めるか、といった「椅子の配分」の問題ではなく、新しい金融環境のもとでどのような形で金融システムの再構築を進めていけば、金融システムの効率性と安定性が両立可能となるか、ということだと考えられる。以下の報告では、金融システムをめぐる環境変化の性質と、こうした状況のもとで金融システムの効率性と安定性をどのように担保していくかという点についての個人的考え方を述べてみたい。

¹ 岩村 充、「銀行の経営革新」、東洋経済新報社、1995年。

2 業界問題と技術革新

まず、業界的な制度区分が意味を失いつつある論拠として2～3の事例を挙げておきたい。第一の例は、保険とプット・オプションの機能的同一性である²。保険もプット・オプションも、顧客にとっては資産価値を保証する点からみれば同じ機能を持つ。ということは、保険契約が禁じられても、オプション契約という形式で代替的効果を持つ金融商品を作ることは不可能ではない。従って、保険業を他の金融業とは異質なものとして保険業を扱うことの本質的な意味は失われているだろう。

それでは機能的に代替商品がない金融商品の場合、その分野におけるスキルという観点から、業者を限定することに意味があるだろうか。この問題を第二の例としてとりあげよう。ハーバード大学のマートン教授はこの点に関連して、以下のような議論を行っている³。いま、債券の運用についてのみ優れたノウハウを持ち合わせている銀行に対し、年金基金が株式運用による優れたパフォーマンスを求めたとする。当該銀行は運用を辞退すべきだろうか。伝統的な観点からは、当然、辞退すべき、ということになるだろう。

しかし、マートン教授は、エクイティ・スワップが利用できれば、辞退する必要はないとしている。即ち、この場合、銀行は株式運用を引き受けた上で、債券投資を行い、社債インデックスと株式インデックスの収益を交換するエクイティ・スワップ契約を結べばよい。そして、債券投資のノウハウで得た社債インデックス・プラス・アルファの超過収益をスワップで得られた株式インデックス見合いの収益に上乗せして顧客に支払えばよい。こうしたスワップが可能である場合、銀行は、株式インデックスを上回るパフォーマンスを上げられる株式運用ノウハウを持っていることと等価であり、ノウハウ不足から株式運用を辞退する必要はないことになる。本来の得意分野に関わらず、どのような依頼にもこたえられる金融機関の出現によって効率性は高められるだろう。

これらの事例は、二つの含意を持っている。第一に、オプションやスワップといった手法の普及により、伝統的な制度的カテゴリーは急速に意味を失いつつあることである。そして、第二に、こうした新しい手法が活用できる金融機関は、顧客の利便性を考えても、全ての分野に優位性を持つユニバーサル・バンクになる必要はなく、むしろ得意分野に特化することによって効率性と収益性を高めることが出来るはずである。

² 例えば、Merton, R, "Financial innovation and the management and regulation of financial institutions", *Journal of Banking & Finance*, 19, (1995), pp 461-481 参照。

³ 前記の文献参照。

したがって、スワップなどの手法が活用できる環境では、ユニバーサルバンク化した少数の金融機関がすべての金融業務を独占することはない筈である。しかし、例えば、エクイティ・スワップは欧米では普及しているが、日本では少なくとも法的には認められていない。こうした状態は、新しい金融技術が普及していくなかで、金融システムの効率性を著しく阻害する結果となる可能性がある。

3 技術革新下における金融システムの安定性確保

日本の金融システムの効率性を懸念する業務分野規制撤廃論に対しては、反対論も根強い。その論拠は既得権益の問題を除けば、金融システムの不安定化と利益相反であることが多い。そこで、まず、前述のような形で金融業務が変容を続けているもとで、どのようにして金融システムの安定性を保っていくべきか、ということについて論じたい。

金融業務が技術革新を通じて急速に変容するなかで、金融システムの安定性をいかに保つか。ひとつの大きな制約は、これまで用いられてきたような規制的手段でこれを実現することが極めてむずかしい、という点である。

なぜか。規制当局は、実際の金融取引に携わっている訳ではないので民間金融機関の技術革新の実態を後追いすることは出来ても、先回りすることはできよう筈もない。ありうべきすべての金融技術革新による金融システムへの影響を予め遮断するといったことは到底できないだろう。

しかし、だからといって、技術革新を抑え込む、いわば「技術的鎖国」により安定性を確保する、といった方向は先端産業の競争力を人為的に殺ぐだけにコストが大きすぎるだろう。

この点については、松下日銀総裁が最近の講演で、「競争を通じたイノベーションの力は、欧米での金融サービスの発達が端的に示しているように、金融業自体の発展を促すだけでなく、国民の経済活動をバックアップする金融機能の効率を高めていくうえで不可欠なことである」と述べている⁴。つまり、イノベーションを抑圧せずに金融システムの安定性を保っていく方策を探る必要があるということになるだろう。

⁴ 1996年4月3日・経済俱楽部における講演。

(1) ディスクロージャーを競うことによる市場規律 ——フィッシャー・レポートのアプローチ

それでは、どうすればよいか。一つの有力な考え方として、ディスクロージャーによる市場規律を活用するという方向がある。

BIS のユーロカレンシー・スタンディング委員会は、金融仲介機関のディスクロージャーに関する検討をまとめ、1994 年にいわゆるフィッシャー・レポートとして発表した。このレポートはこうした方向を鮮明に打ち出している⁵。

フィッシャー・レポートは、金融派生商品等の取引が急速に活発化するなかで、金融仲介機関が行っているディスクロージャーがこうした金融市場のイノベーションに対応しきれていない、という問題意識から出発し、各企業が自らのリスク管理能力についての情報開示を行うこと提言している。そして、

「優れたリスク管理システムを有する企業が自らのシステムを用いた情報の開示をいったん始めれば、ダイナミックな競争プロセスが作動して、他の企業が追随する結果、ディスクロージャーが全体に拡充され、市場の透明性は増していくであろう。・・・また、企業の経営陣は開示情報に対する市場参加者の反応に予め配慮してリスク管理策を是正・調整するようになるため、マーケット・ディシプリンの向上という効果も期待される」

としている。

フィッシャー・レポートの考え方を、金融システムの安定性確保という観点から見ると、次のようなメカニズムに期待していることになろう。

すなわち、効果的なディスクロージャーによって経営の健全性をアピールすることに成功した金融機関の資本コストは低下して好循環がはたらき、そうでない金融機関の資本コストは高くなることにより、経営改善か市場からの退出の二者択一をせまられる。この場合、市場規律による弱者淘汰が金融システム安定に寄与することが期待される。自主的なディスクロージャーが競争上有力なツールと認識されれば、かみ砕いたディスクロージャーを通じて市場にイノベーションの評価も委ねることも可能となり、効率性と安定性を同時に追求することがより容易となろう。

⁵ 日本銀行月報 1994 年 11 月号所収。

(2) 不良債権問題へのインプリケーション

ディスクロージャーを競うことによる市場規律を金融システムの安定性確保の中核に位置づけると、不良債権のディスクロージャー問題へ各金融機関が採るべき対応も明らかになってくる。健全金融機関は自主的に資産内容を詳細に開示すればよい。他方、資産の傷みが激しい金融機関に情報開示を迫る必要はさほどないのかもしれない。

なぜなら、市場が期待するような情報開示が行えないこと自体が、当然、市場によるチェックの対象になり得るからである。従って、市場規律の活用という観点からは、公的当局は不良債権の情報開示を勧奨するとしても、その内容等の詳細については一律に定めたりせず、自主的判断を尊重することでよいことになる。

ちなみに、1995年末に発生したユーロ市場でのジャパン・プレミアムの高まりの一因として、後述のように、日本の金融機関の資産内容や、破綻処理の責任分担の不透明性が海外からの不信の対象となった点が指摘されている。

不透明性の故に、邦銀は、一括して、信用度が割り引かれている可能性がある。そうであれば、個別行レベルでも市場の評価を高める努力がいっとう必要であろう。不良債権についての情報開示についても、フィッシャー・レポートが想定しているような市場規律を働かせるために、横並びを打破し、むしろ抜け駆けする勇気が求められており、行政当局もむしろ抜け駆けを勧奨すべきであると言えよう。

(3) 監督当局の役割と規制のあり方

イ. ルールの透明性

次に、ディスクロージャーを中核とした市場規律を金融システムの安定性の拠り所とした場合、公的当局に求められているのはどのようなことかを考えてみたい。しばしば公的当局は市場規律重視を市場参加者に促すべきだ、といった議論をみかけるが、こうしたことは不要であろう。市場規律を重視しない金融機関は市場から淘汰されればよい。こうした見えざる手が働くようにすることこそが重要である。

つまり、公的当局の第一義的役割はそのような市場メカニズムが働く基盤を整備することであって、新しい道徳を説くことではない。こうした観点からは、会計基準、検査分類、税制等の規定に底流するフィロソフィーと、ディスクロ

ージャーのフィロソフィーを調整することにより、ディスクロージャーがやりやすくなるよう、制度的インフラを整備することが一つの役割であろう⁶。

しかし、この論点に具体的に立ち入ると、やや細かなファクトについて取り上げざるを得なくなる。報告者はこうした点に比較優位があるわけではないので、ここでは考え方の枠組みについてのみ述べたい。

理念的なポイントの第一が規制の透明性確保であることは間違いない。裁量性が高く、それ故不透明性が高い規制・監督システムのもとでは、不透明性に伴うリスクプレミアムにより優良行ほど足を引っ張られかねない。例えば、1995年末に住専処理策が閣議決定されたとき、国内の株式市場は、これを好感して年初来高値を更新したが、米国の格付け機関である S&P は、さっそく、「体力のある銀行に負担を押しつける日本の金融当局の手法は財務内容に悪影響を与える」という理由で大手都銀 4 行の長期債格づけを引き下げた。

これは、いずれ他の問題金融機関破綻処理コストも押しつけられるだろう、と言う懸念を表明したわけである。これを受け邦銀の国際金融市场での調達金利は急上昇し、ジャパン・プレミアムは、一時、急速に拡大した。

また、この時期、英国の格付け機関 IBCA は、政府が 2 次損失の半分を民間銀行に負担するよう求めている点について、「民間銀行が農林系を救済する義務はない筈」と批判するとともに、民間銀行の負担がさらに増える場合には、追加的な格下げを検討、とのレポートを発表したことが一部マスコミで報じられた。

その後、住専処理のための公的資金投入案は国内世論の強い反発を受けている。このため、公的資金投入に代えて母体行に追加負担させるといった案やオールジャパン方式で金融機関全体に負担させる道が政治的に模索されている、との報道が続いている。

公的資金投入への国民の反発をやわらげるために政治的配慮が働くことは理解できるが、超法規的な負担を金融機関に押しつけると、市場は将来的にも不透明な負担を強いられるリスクを一種の簿外債務として意識する。この場合、優良行がディスクロージャーにより健全性をアピールしても、その効果は大きく減殺されてしまうだろう。金融行政の不透明性への海外の不信は、こうしたかたちでグローバルな市場からの報復として跳ね返り、金融システムの良質な部分にも大きなダメージを与える可能性が強いことには十分注意する必要がある。

むろん、透明性の高いシステムが規制当局の裁量性の高い金融システムに比べて安定性が高い、と言う命題を一般的に証明することはできないだろう。日

⁶ この点について、アメリカの事例と対比して整理したものとしては、例えば、翁 百合、「情報開示による市場規律と金融システムについて」、『ESP』、1996 年 3 月号参照。

本の護送船団方式も、過去にはそれなりのメリットがあったのかもしれない。しかし、金融のグローバル化が進む中で、鎖国を避け、技術革新と安定性を両立させ、金融の空洞化をさけるためには、透明性の高い規制システムの確立に向けて努力していく以外に選択の余地がなくなってきたているのではなかろうか⁷。

口. マーケット・フレンドリーな規制の模索

むろん、金融システムの安定性を確保するためには、一定のルールが必要である。現在の金融システムの混乱の一つの背景には、ルールがなかったり、ルールが時代にそぐわなくなっていることに依る点を指摘する向きも多い。その意味で、ルール・ビルディングないしインスティテューション・ビルディングを進めていくことも必要であろう。いわゆる金融4法案は、そうした第一歩として位置づけられる。しかし、つくられるべきルールは単に透明であるだけでなく、イノベーションを阻害せず、マーケット・メカニズムを歪めないよう工夫されたものでなければならない。これが、第二のポイントである。

どのようにルールを設定すれば、イノベーションを阻害しないのか、という点については、まだ公的当局も模索を続けているのが実状であり、十分満足できる答えがでている訳ではない。ただ、それなりに意味のある前進はみられているのではないかと考えられる。

例えば、FIDICIA(連邦預金保険公社改善法)で導入されたアメリカの早期是正措置は、自己資本を維持する限りにおいて監督当局が金融機関経営に口を挟まない、ということを明確にしている点で、市場規律を尊重したものと理解できる⁸。また、バーゼル銀行監督委員会の提案したマーケット・リスク規制においては、金融機関のトレーディング・ポジションのリスク量算出手法として、BISによって提案された標準的手法とともに、各金融機関が自行のリスク管理に用いている内部モデルの利用を認めている⁹。これは、監督当局のリスク管理技術が民間先進行よりも劣っていることが、金融機関行動を阻害しないように配慮した結果といえよう。

⁷ 透明性の高いシステムと規制当局の裁量性の高い金融システムの比較については、例えば、神田秀樹、「金融・資本市場の規制と実際」、植田和男・深尾光洋編『金融空洞化的経済分析』、日本経済新聞社、1996年、参照。

⁸ この点を強調しているのは、池尾和人慶應大学教授である。池尾和人、「金融産業への警告」、東洋経済新報社、1995年参照。

⁹ バーゼル銀行監督委員会、「マーケット・リスクを対象とする自己資本合意の概要」、『日本銀行月報』、1996年2月号参照。

ただ、内部モデルの採用に当たっては、定性的基準と定量的基準が定められており、その基準審査方法によっては裁量的介入に逆戻りする恐れもある。こうした問題への解決策の一つとしては、FED のリサーチャーが研究を進めているプリコミットメント・アプローチがある。このアプローチでは、金融機関は一定のモニタリング期間について自行が直面しているリスク量を監督当局に自己申告し、当該期の損失が申告額を超過した場合には、監督当局は金融機関の損失超過額に比例してペナルティを課す¹⁰。

この場合、監督当局が直接リスク・マネージメントを審査したり、イノベーションを規制するケースと異なり、市場メカニズムを歪めないとという利点が期待されている。こうした期待どおりにこの規制が機能しうるかどうかについては、議論の余地があるが、プリコミットメント・アプローチが興味深い視点を提供していることは間違いないと言えよう。

4 新しい金融システム下での利益相反問題

利益相反問題も金融システムの安定性確保と並んで解決の難しい問題である。しかし、現代の情報化社会においてこうした問題に直面しているのは金融業だけではない。

きわめて似たような効率性と倫理性確保のトレードオフに直面しているものとしてインターネットがある。インターネットは極めて効率的な情報交換手段だが、著作権の侵害や中傷、ポルノ、機密漏洩、政治的プロパガンダなど社会の公正性や安定性に大きな影響を与えかねないと懸念が話題になることが多い。この点について、マイクロソフトの創設者であるビル・ゲイツ氏は金融問題にも応用の利く示唆的な処方箋を提示している¹¹。

ビル・ゲイツ氏は、まず、インターネットをしっかりとコントロールする、と

¹⁰ このルールの面白いところは、一定の条件のもとでは、監督当局は金融機関が使う内部モデルを知らなくとも、損失超過額に比例して課すペナルティの「比例定数（ペナルティ乗数）」を適切に設定することにより、そのモデルにおけるバリュー・アット・リスクを、監督当局の選んだ確率のもとで正しく申告するインセンティブを金融機関に持たせることができる点である。 Kupiec ,P and O'Brien, J, "A Pre-commitment Approach to Capital Requirements For Market Risk", Finance and Economics Discussion Series, 95-36, Division of Monetary Affairs, FRB ,July 1995 参照。

¹¹ 「ビル・ゲイツからの電子メール」、日本経済新聞 1996 年 5 月 1 日。

いう考え方はインターネットの良さを殺してしまう、と指摘した上で、ネットワークを運営する会社が情報内容にフィルターをかけることはできないので、ホームページの内容を分類・格付けする格付け会社を利用することを提案している。

例えば、格付け会社はアクセス可と認められた格付けのホームページにのみ子どもがアクセスできる画像閲覧ソフトによるサービスを提供し、親はこれを利用する、という訳である。そして「完璧な」格付けシステムはないから、抜け道はありうるだろう。それでもほとんどの場合はうまく機能するだろうし、過度にインターネットの利用を規制しない最適の方法と思う、としている。

この議論は、利益相反が起こりうるオープンな金融システムにもほぼ当てはまる。利益相反を恐れて業務分野をしっかりコントロールする、という考え方には金融システムの効率性を殺してしまう。他方、公的当局が業務内容に細かなフィルターをかけることももはや到底できない。

そこで、金融機関の業務内容の審査を市場規律による評価に頼る。利益相反は起きうるかもしれないが、そうしたことを繰り返し起こす金融機関は評判を落とし、不利な扱いをうける恐れを持つ投資家の離散により市場から排除される。誤って排除されないためには、ここでもディスクロージャーに工夫を凝らす必要があろうし、格付け機関や外部監査人を利用する手段もあろう。

むろん、市場規律は「完璧な」格付けシステムにはほど遠いから、少なくとも短期的には抜け道はありうるだろう。ほとんどの場合うまく機能するとまでいえるかどうかはわからない。しかし、過度に金融業務を規制しない最適の方法は、やはり自己責任原則のもとで長期的な市場規律に頼ることしかないだろう。この点でも、ビル・ゲイツ氏のインターネットに関する指摘は、ほとんど金融システム問題にも当てはまるといえよう。

5 中央銀行の役割

(1) 中央銀行の役割と機能

最後に、金融業の再構築にあたっての中央銀行の役割について述べたい。

この点について、松下日銀総裁は、最近の講演で、以下のように述べている。まず、①金融システムの中核をなす決済システムの円滑な運行の確保、②最後の貸し手機能の活用により、いざという場合には信用不安の発生を未然に防ぐこと、をその責務としたうえで、中央銀行の役割の背後にある基本的な考え方には、市場メカニズムを信頼しながら、個別の規制や指導に過度に頼ることなく、

金融システムの安定を図っていくことであり、そのために金融システム全体の運行の監視機能を高めていく努力が欠かせない、としている¹²。

実際、松下総裁の述べているように、市場規律が金融システムの安定性維持の中核として機能する場合にも、大規模な天災や事故、金融市場のクラッシュ、信用不安による取り付けの連鎖的拡大、といった負荷が金融システムに加わった場合、金融システムの部分的な綻びが、システム全体を揺るがすというリスク（システム・リスク）が顕在化する可能性がないとは言い切れず、これを未然に防止するのは最後の貸し手としての中央銀行の重要な役割である¹³。

(2) 金融政策目標と金融システムの安定性

そこで問題となるのは、「通貨価値の安定」と「金融システムの安定」の二つを目標としている日本銀行が、どのように金融システムの綻びが広がるのを防ぎつつ、通貨価値の安定を維持するか、ということであろう。

しかし、オペレーションナルな観点からみると、両者は必ずしもトレード・オフ関係にあるとは言えない。中央銀行はインフレ懸念が強ければ操作目標金利を高めに設定し、デフレ懸念が強ければ操作目標金利を低めに設定する必要があるが、そのことと安定性維持行動は両立するからである。例えば、今、預金を引き出して銀行券を保有する、という取り付け的行動が広範化したとする。このとき、経済がインフレ的な状況にあれば、操作目標金利を高めに設定してベースマネーの増加をアコモデートし、経済がデフレ的な状況にあれば、操作目標金利を低めに設定してベースマネーの増加をアコモデートすればよい。このように、二つの目標は日々のオペレーションにおいては必ずしも矛盾しない¹⁴。

¹² 1996年4月3日・経済俱楽部における講演。

¹³ 事故の典型的な事例として挙げられるのは、1985年11月21日のBONY(バンク・オブ・ニューヨーク)のコンピューター事故であり、これに伴う資金不足からフェデラル・ファンド・レートが急騰したため、NY連銀は、BONYに対し、226億ドルの緊急貸出を行い、短期金融市場の混乱を防いでいる。

¹⁴ 金融システム不安などマネタリーなショックが市場に加わった場合、判断のよりどころとすべきは主として金利など価格指標である。有名なBONYのコンピューター事故のケースでもフェデラル・ファンド・レートが急騰し、一時30%にも達したことが、NY連銀が最後の貸し手として出動した大きな理由となったのではないかと思われる。なお、流動性危機と操作目標の関係については、翁邦雄、『金融政策』、東洋経済新報社、1993年11月、第8章参照。

以上は、短期的な危機回避策のオペレーション上の影響である。それでは中・長期的な二つの目標の関連をどう考えたらよいか。去年の金融学会の共通論題では、この問題に対する理念的アプローチとして、究極的ないし中・長期的目標としてのインフレなき持続的成長の実現を判断基準とし、そのときどきの両者のプライオリティを決定すべきであろう、と主張した¹⁵。この考え方は現在でも変える必要はないと考えている。ただ、前回の報告でも強調したように、実際には、この二つの目標は、通常、一方の目標の実現が他方の目標を実現するうえでの前提条件になっている、という補完的関係にあり、両者を対立的なものとして捉えるのはミスリーディングであると考えている。

6 おわりに

本稿の初稿をある友人にみせたところ、共感できる点は多いが、ディスクロージャーと市場規律をベースにした金融システムの安定性について楽観的すぎるのではないか、とのコメントを受けた。金融学会の諸先生方もあるいは同じような懸念をお持ちかもしれない。そこで、念のために申し添えると、報告者として私が強調したかったのは、市場規律重視の金融システムへの転換で自動的にバラ色の未来が開ける、ということではない。それどころか、市場規律を基礎として金融システムの公正性と安定性を確保していくのは至難であろう。

しかし、グローバル化が進んでいる世界経済のなかで日本の金融業が生き残っていくには、ほかに選択すべき道は見あたらない、と私には思われる。いかに行く手が波高い状態であっても、日本の金融業というタイタニック号が氷山への激突をさけるには、この方向で進むしかないはずだ、というのが私のとりあえずの結論である。

以上

¹⁵ こうした考え方の詳細については、翁邦雄、「金融政策目標と中央銀行」、『金融研究』第14巻第3号、日本銀行金融研究所、1995年9月参照。